

講演会

「企業買収防衛策の動向と留意点について」

寺下史郎氏（株式会社アイ・アール ジャパン取締役兼専務執行役員）

平成 19 年 3 月 8 日（木）

アイ・アール ジャパンの寺下でございます。本日は伝統ある株式懇話会でお話させていただく機会を頂戴し、厚く御礼申し上げます。弊社がSRおよび議決権関連業務をスタートさせたのは、商法改正で定足数が緩和される前の今から約10年前になりますが、その頃より株式懇話会の皆様には多大なるご指導をいただいております。本来であれば皆様方お一人おひとりにお礼を申し上げなければならないところですが、本日は高いところから失礼させていただきますことを、ご容赦ください。

本日のお話は「企業買収防衛策の動向と留意点」と題しております。その内容ですが、まず「Ⅰ. 企業買収とその防衛策に関する制度・市場の状況」を簡単にお話しいたします。続いて「Ⅱ. 企業買収防衛策 導入状況－株主総会に関連して」、そして「Ⅲ. 導入企業の実態－取締役の独立性、委員会の設置状況等」、次に「Ⅳ. 企業買収防衛策のタイプ別留意点」です。最後に「Ⅴ. その他の環境変化」として、機関投資家の動向や、先般、いちごアセットが委任状争奪戦に勝利した件についてもご紹介できればと思います。

企業買収防衛策に関する制度の状況

ご紹介いただきましたように、私は経済産業省の企業価値研究会の第1期、第2期に参加させていただきました。第1期では、防衛策の濫用を防ぎ、合理性を確保するための「企業価値基準」を明記した「企業価値報告書」を2005年5月に発表しました。防衛策の発動、導入のキーワードは企業価値であると明確に打ち出したのが、この時です。これを受けて、経済産業省と法務省が合同で、「企業価値・株主共同の利益確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を2005年5月に発表しています。この指針の柱は三つです。第一は、企業価値、株主共同利益の確保・向上の原則です。いわゆるグリーンメーラーや強圧的な2段階買収の阻止、さらに事前警告型買収防衛策に見られるような交渉の機会と時間の確保が極めて重要であることが示されています。第二は、事前開示・株主意思の原則。株主総会決議など、何らかのかたちで株主の意思が確認できるようなものにしていただきたいとの要望です。また株主の意思によって廃止する手段を確保するという防衛策であるべきという点も言われています。例えば、委任状争奪戦があつて防衛策を外せという株主側が勝利したならば、それは株主の意向に沿って外さなければならない。そのような仕組みをつくりなさい、ということがポイントでした。第三が、必要性・相当性確保の原則です。これは、経営者が保身のために防衛策を作っているのではないということを、株主に対して説明していただきたい、ということです。

企業価値研究会はその後も継続して、第2期の議論もなされました。そこで2006年3月に出されたのが「企業価値報告書2006」です。これには「企業社会における公正なルールの定着に向けて」というサブ・タイトルが付いており、キーワードはインフォームド・ジャッジメントと株主との対話でした。

これらを受けて、さらに別途、金融庁のワーキンググループで議論されていたものもあって、昨年12月からの公開買付制度・大量保有報告書制度の見直しがなされた訳です。これは、3分の1を取るときは市場内外で逸脱行為のないように3分の1ルールを明確にしよう、ライブドアがやったようなことがないようにしよう、というのが一つ。もうひとつは情報開示の拡充で、これは意見表明の義務化です。さらに質問回答報告書も義務化されました。それから、TOB期間は20営業日から60営業日ということで、営業日ベースに変わったという点もあります。またTOB撤回等の柔軟化、3分の2以上の全部買付義務もあります。

他方で、制度見直しで世界に冠たるものとなったのが大量保有報告書制度です。どの運用機関も原則2週間で大量保有報告書を提出しなければならないというのは、世界でも日本しかありません。アメリカにはまだ免責事項があります。世界で最も厳しい基準により、迅速に実質株主の状況を知ることができる状況になったことが大きなポイントです。

一方、東京証券取引所もルールを発表しています。これも重要なルールで、買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものではないことを、かなり重視されていると思います。

最後に、いよいよ待ったなしで三角合併が解禁になります。新聞報道等によりますと、株主保護のため、外国企業が日本企業を買収するときには定款、財務、事業状況など、いろいろな情報開示を義務付けられるよう、法務省令が改正されるということです。

企業買収に関する市場の状況

これを受けて、企業買収に関する市場の状況がどのように変わってきているかという点を、投資家、市場の目で分析してみたいと思います。第一には、企業買収の大型化が進んでいることがあります。5兆円、4兆円と、ファンドが兆円単位の資金を集められる時代に、すでに入っています。時価総額が高ければ買収のリスクが少ないと、今までは言われていたのですが、そのような時代は去ろうとしているのです。この背景には、年金基金が代替投資（オルタナティブ投資）への資金配分を増やしている状況があります。ファンド

に相当の資金がたまっているという現状です。一方、企業による買収においても、インドの大手財閥タタグループは、1兆6000億円ぐらい使って他企業を買収するという行動に出ています。いよいよ大型の買収時代に突入して、いつ日本企業が狙われてもおかしくないという状況です。

第二には、成長戦略としてのM&Aを、日本企業の皆様方自身もお考えになっているということです。今までは協調的だったものが、成長戦略、シェア拡大を考えると、王子製紙が北越製紙に敵対的TOBをかけたように、M&Aが実際にとり得る手段となりつつあるということです。上場企業の内部にもM&A専門組織ができています。どこの企業を買収したらよいかを、企業の中でかなり研究されていると聞いております。

第三には、スティール・パートナーズのような海外ファンドがTOBを活発に利用しているという現状です。明星食品、サッポロホールディングスに対しては、TOBをかけるのではなく、提案をするという新しい動きに出ています。これを、事前警告型TOBではないか、事前警告型買収防衛策に対抗する方策を、彼らも考えているのだ、と言う方もいらっしゃいます。

第四は、経営支配権である議決権の活用に関してです。議決権が重要であるということ、買収側も理解してきたことがポイントです。今まではTOBが主流だったものが、最近では議決権にかなりシフトをしてきているのです。具体的にアメリカで何が行われているかといいますと、ヘッジファンド等が「Voting Buying」、議決権だけを買う、あるいは借りるという状況が起こっています。あなたの持っている株式の議決権だけをぜひとも貸していただけないか、という取引が可能な世の中になっているのです。

買収側は、社外取締役の送り込みを狙ってきます。隣の韓国では、スティール・パートナーズの代表、ウォーレン・リヒテンシュタイン氏が、たばこ企業KT&Gの社外取締役に選任されました。この社外取締役を通じて大幅な増配を要求し、成功しています。日本においても、買収者側から社外取締役が皆様方の企業に送り込まれた場合、合理的な判断の下に株主の還元、企業価値について取締役会で議論しなければならない時代に、いよいよ突入しているのです。サッポロに関しては、日本では初めてのことですが、買収防衛策を廃止するという内容の株主提案が出ました。

海外の企業で、いろいろな専門家を使いながら日本の制度を勉強しているところも多く、例えば、友好的ではありますが米国ベル・フューズが三角合併を視野に入れて東光に統合提案を仕掛けてくるという新しい動きも出てきています。資本市場においては、何が起こ

ってもおかしくない時代が、いよいよ日本にも到来している状況です。

企業買収防衛策の導入状況

このような状況下、2月末時点で買収防衛策を導入または導入予定であることを発表している企業は、197社にのぼっています。本日（3月8日）では200社になっています。これを業種別に集計してみましたが、どの業種にも満遍なく買収防衛策は導入されています。多い業種でサービス業20社、情報・通信業19社などですが、これは全体の企業数も多いところではあります。

次に、買収防衛策導入企業の株価動向を見てみましょう。昨年6月末を100として、2月末までの株価の推移を指数化してTOPIXと比較すると、若干、TOPIXより負けているのが現状です。おそらく買収防衛策を導入した企業のすべてが、必ずしも好業績でなかったのではないかと推察できます。買収防衛策を入れたから株価が下がったということではないとは思いますが、実際問題としてこの期間のパフォーマンスではTOPIXに負けているのが現状であるということをご理解いただければと思います。

では企業買収防衛策の導入はどのような方法で、特に株主総会でどのように入れたらいいのかと、お考えになるかと思しますので、それについてお話しいたします。買収防衛策の導入社数は、2005年は25社、2006年は149社、今年2007年は1、2月で23社という状況になっています。2007年の23社のうち12社は、株主総会での承認を条件として導入予定である旨、防衛策の内容を発表済みの企業です。1月、2月の総会で導入したのが2社、残りの9社は取締役会決議で導入したものです。

続きまして導入方法です。これも非常に気になる場所だと思います。株主総会で導入するのか、それとも取締役会決議なのかというのが重要な選択になると思います。株主総会決議で導入するのがやはり多くて、197社のうち101社が株主総会の決議による場所です。さらに、さきほど紹介しましたが、導入を発表しているが株主総会での承認が条件というのが12社あります。このほか、一旦、取締役会決議で導入しておいて、次期総会に議案の上程を予定しているのが11社、同じく取締役会決議の導入で、次期総会で議案上程とは明記していないが「株主の意思確認」を予定しているという表現になっているのが6社。取締役会決議のみによる導入が67社です。現状では、最初の101社と12社の合計113社、197社のうち半分以上が株主総会による導入になっています。

ここで気になるのが導入の決議の方法です。これを9つの類型に分類しました。先ほど

澤口先生が法的安定性が最も強いとお話しになったのが、第1類型の定款変更と宣言的決議を兼ね備えた、いわゆる特別決議プラス普通決議型で、35社あります。第2類型として、信託型ライツプランで、定款変更プラス新株予約権の発行議案で手続きを取ったものが1社あります。第3類型は宣言的決議で、57社です。この中で1社だけ変わった決議をしています。宣言的決議ですが、その決議はあえて特別決議に準じる扱いにしたという事例があります。第4類型は、信託型ライツプランで、新株予約権の発行議案としたのが8社。第5類型で、まだどのような決議にするのかが未発表なのが29社。これは、総会開催前の12社と、取締役会決議で導入した後、総会に諮る予定の17社が含まれます。ここまでが買収防衛策関連議案が上程されている事例です。

6番目以降が、買収防衛策に関連した議案ではない、その他の議案による意思確認となります。第6類型は、取締役はこの買収防衛策に賛成した取締役です、ということを書いて、選任議案をもって意思確認したのが15社です。その他に、第7類型として授權枠拡大を含む定款変更が通らなければ買収防衛策は失効するとして、授權枠拡大に買収防衛策を引っかけたものが1社あります。第8類型では、取締役選任にも他の議案にも特に明記せずというのが45社ありました。最後に第9類型では、同じく明記しておらず、かつ、取締役選任議案もなかったものが6社ありました。

定款変更で3分の2の賛成を取るのも難しい場合もあります。実質株主も含めた株主構成等、いろいろなものを勘案しながら、その企業に適合した導入方法を決定されるのがよろしいかと思います。

もう一つ気になるのが授權枠です。2006年1月から2007年1月までに企業買収防衛策を導入した後、初回の株主総会を開催した企業136社のうち、買収防衛策導入前に授權枠の手当てを済ませていた企業、すなわち総会で授權枠拡大をしていないものが105社ありました。全体の77.2%にあたる企業で、授權枠の手当てが済んでいたということです。

一方、授權枠拡大を同時に付議したのが31社です。これらのうち、授權枠拡大の定款変更の他に、どのような議案を出していたかという点、防衛策に関する定款変更と宣言的決議を出したのが10社、宣言的決議だけが11社、信託型ライツプランで新株予約権発行議案を付けたのが2社、併用議案はなく防衛策は取締役会で導入したのが8社、という現状です。

続きましてこれも気になる点です。いったん導入した防衛策の継続はどうするのか。これも圧倒的に株主総会で継続を決議するというものが多く、197社のうち宣言的決議が102

社です。導入は取締役会決議だったけれども、継続は総会決議というのが17社でした。反対に、導入は総会決議で、継続は取締役会決議というパターンが11社ありました。その他、継続も導入も取締役会決議で、というのが64社です。また、総会までの期限付きで取締役会で導入して継続方法は未発表というのが3社ありました。

次にご紹介するのは、買収防衛策の期間設定です。197社の中で、1年で設定しているのは41.1%の81社、3年が32.0%の63社、2年が8.6%の17社という状況です。1年と3年が非常に多く、実は1年がいちばん多かったというのが現状です。多くの機関投資家の基準では、3年未満となっていることもあり、現在のコンセンサスは3年未満となっていると思いますが、その中でも1年が4割あったのは私も調べてみて予想外でした。

もう一つ気になるのが総会日です。これは圧倒的に集中日が多くて、2006年6月総会企業で買収防衛策を導入した123社のうち、78社が集中日に総会を開催しています。開催日の分布状況を上場企業全体と比較しても、ばらつきの具合はほとんど一致しています。買収防衛策導入企業が総会の設定日を前にずらしたということは、昨年状況では見られなかったというのが実際です。

もう一つが招集通知発送日の分布状況です。123社のうち、いちばん多かったのは15日前で26社と、法定期限に合わせた企業が多かったのは意外でした。次に多いのが22日前で、21社ありました。3週間前までに招集通知を発送しない防衛策導入に関しては反対という基準が、ISSでありますので、それも影響して多くなったものと考えられます。ちなみに123社の平均は18.8日です。また買収防衛策を入れない企業との比較で違いがあるかどうかというと、これに関しては特段の差異は見られませんでした。

次に、招集通知における企業買収防衛策の記載状況です。2006年1月から2007年2月までに買収防衛策導入後、初回の総会を開催した企業135社のうち、いちばん多かったのは買収防衛策に関する議案を上程している企業が全文を記載しているもので、86社ありました。取締役会導入型でも、全文記載をしている企業は25社ありました。先ほどサマリーというお話がありましたが、概要のみを記載したのが、昨年では9社、導入したことのみ記載していたのは6社です。今年から事業報告に関する会社法施行規則が全面適用されますので、概要のみでも記載しなければならないということになると思いますが、昨年の状況を見ると、全文記載が多かったという状況です。

続きまして、一旦、導入した企業買収防衛策を、その後に廃止あるいは非継続とした事例はあったかという点です。2005年では1社、ユニデンが取締役会決議で導入した後、株

主利益の観点から慎重に検討し直す必要があるということで取り下げた事例がありました。2006年には2社、コムシードとツガミで、コムシードは取締役会決議で導入した後、株主総会前に取締役会決議で廃止しています。またツガミの場合は、取締役会決議で導入した後、株主総会で選任された取締役が非継続とすることを決定しています。2007年に入ってから、カーチス（旧ライブドアオート）が、友好的 TOB をかけた株主が現れたため廃止したということがありました。

一度導入した買収防衛策の内容を変更するという事例もあります。2005年は13社の変更がありました。特に、信託型ライツプランから事前警告型への変更が2社。これはアイティーフォーとサイバードです。その他では、重複がありますが、取締役会決議で導入したものを株主総会にかけるというのが7社。新たに委員会を設置したのが3社。期間が長かったものを変更した会社が5社あります。トリガーを20%から15%に引き下げたのが2社あります。そして、取締役会発動型を独立委員会発動型に変えたところが1社あります。取締役会発動を株主総会発動型と変えたものも、1社あります。2006年では、取締役会決議型を総会型に変更したのが4社、委員会を新規設置したのが1社あります。2007年に入ってから、取締役会決議で導入したものを株主総会型に変えたケースが3社があります。買収防衛策の導入方法を、株主総会での承認に変更する企業が多くなりつつあるように思います。

導入企業の実態 ー取締役の独立性、委員会の設置状況

次のセクションでは、導入企業の実態についてご紹介いたします。まず、社外取締役の独立性と委員会の設置状況です。197社のうち、法定の要件を満たした社外取締役が取締役全体の20%以上を占めるのは43社ありました。残りの154社では、まだ社外取締役が2割いないという現状です。

20%という数字を設定したのは、ISSの基準にあるためで、正確に言うと取引先、メインバンク、大株主等の関係がなく独立性があるとみなされる社外取締役しか、この20%には含まれません。会社法上の社外取締役を20%以上選任している43社について、アイ・アール ジャパンが招集通知等を見て、独立性の基準に適合するであろう社外取締役を推定してみました。実際に20%以上を「独立」社外取締役が占めているのは43社中29社となりました。全体が197社ですから、機関投資家の基準に適合するレベルの独立社外取締役を選任しているところは、現状では全体の14.7%にすぎません。このあたりが、これから

株主総会を開くときのキーポイントとなるかと思います。

これについて、もう少しお話しますと、例えばNYSE（ニューヨーク証券取引所）基準ですと、大口取引先の場合は過去3年間で100万ドル以上、または連結総収入の2%以上に当たる財サービスの取引を行っている企業、という明確な定義があります。ISS基準ですと年間20万ドル以上という定義があります。英国では大口取引先の絶対的な基準はないのですが、重要なものかどうかというのは必ず判断材料に含まれます。またビジネス上での取引がある場合、メインバンクや顧問弁護士、監査法人出身の社外取締役となると、独立性という点でかなり厳しく見られます。

続いては取締役の任期です。全体の3分の2近くの122社が任期1年で、毎年、株主の意思表示をする対象が設定されていることとなります。残りの73社が任期2年です。あとの2社は定款の内容が開示されていないため、任期が確認できなかったものです。

次の項目は、委員会の設置状況です。84社、42.6%と半数近くが委員会を設置しており、かつ社外取締役も選任済みです。また72社、36.5%は、委員会は設置されているが社外取締役は未選任。11社、5.6%は委員会未設置で社外取締役は選任済み。30社、15.2%は委員会未設置で社外取締役も未選任、という状況になっています。

企業買収防衛策のタイプ別留意点

次のセクションでは、企業買収防衛策のタイプ別でどのような留意点があるかをお話しいたします。その前に買収防衛策の内容について、機関投資家の賛同の度合いを○、△、×で整理してみました。導入方法では、取締役会決議だけ導入したものは△から×に近い。総会決議それも特別決議であれば○に近くなります。委員会については、これがないものは厳しい。メンバーの独立性が認められれば○に近くなるということになります。発動条件も最近では厳しく見られています。株主による承認なのか、独立委員会の推奨によるものなのか。取締役会は委員会の決定に100%従うのか。このところが厳しく精査されます。取締役会による最終判断では恣意性が高くなるということで、賛同が得られにくいというのが現状です。一方、トリガーですが、アメリカでは15%以上が多いのですが、日本においては20%が一般的なトリガーのラインだと言われています。期限に関しても厳しく見られていて、3年以内というのが多くの機関投資家が求める期限です。

次の点が強調したい点なのですが、買収防衛策を精査する上で、業績、株価の動向が問われる時代になっています。特に機関投資家は1年間で株価がTOPIXに対して、あるいは

同業他社と比較してどう動いているかをチェックしてきます。

繰り返しになりますが、社外取締役の話で今いちばん強く言われているのは、完全な独立性です。委員会のメンバーで、社外取締役ではないけれど独立性のある方はどうかというご質問がよくありますが、これは見方が若干厳しくなっています。最後に、情報開示については、3週間前の招集通知発送はもとより、なぜ導入しなければいけないのかということをしかりと説明しなければならない点は、先ほど澤口先生がおっしゃっていた点とも呼応するところです。

以上が項目別の留意点でしたが、次にタイプ別の留意点についてお話いたします。まずは総会決議導入型です。これについては、宣言的決議で十分かという問題があります。これは顧問弁護士の先生とお話しいただくものとして、機関投資家に言わせると、総会にかけていただければよいというのが原則、前提条件であると言います。特別決議か普通決議かというよりも、とにかく株主総会でお諮りいただきたいということです。一方、機関投資家が気にするのは授権枠です。既存株主にとっては、授権枠を拡大すると dilution、希薄化の可能性が出てきますので、相当な理由がないと賛成を得るのはかなり厳しくなっています。委員会の設置は先ほど申し上げたとおりで、繰り返しになりますが、機関投資家は委員の独立性、社外性ではなくて独立性、さらに株主総会で選任されている独立性を持っている社外であれば、なお望ましいというところだと思います。

株主価値向上策もしっかり見られているところです。中期経営計画のどこが企業価値を上げるのか、防衛策との位置付けはどうなっているのかについての情報開示を行うことが重要です。それから最近、言われているのが継続方法です。これがかなり注意されています。株主は入れ替わりますから、株主がその都度、意思表示できるような形にしてもらいたい。機関投資家が望むのは1年ごとの継続というところです。

問題は、事前警告型を取締役会決議だけで導入した企業です。今年は非常に厳しくなるだろうと見ております。例えば、企業年金連合会の基準では、「株主総会の承認を得ることなく、取締役会の判断で買収防衛策を導入した場合、長期的な株主価値を向上させることや、経営者の恣意性を排除する仕組みであることについて納得のいく説明が得られない限り、導入を決定した取締役の再任決議案には肯定的な判断はできない」とされています。この連合会基準が、かなりの数の機関投資家の基準になりつつあるというのが現状です。

ちなみに、3年間連続でROE 8%を下回る場合の取締役再任議案。それから取締役会判断で20%を超える第三者割当増資を決定した場合も取締役の再任に反対しますという、基準

の改訂が発表されています。ご注意願いたい点は、連合会のガバナンス原則のもう少し前の部分を読んでいただきますと、望ましいROEは10%以上と書いてあります。ですから8%で満足しているのではないということが言外に言われているわけです。

もうひとつの問題は、昨年、取締役会決議で導入した企業で、たまたま役員が改選時期でなかった企業です。企業側は無事に総会を通せたと思っけていても、機関投資家は今年もしっかり見ている。本当の意味で、今年、再任される役員がチェックされる年だということです。それから、総会にかけない限り、恒久的に取締役は毎年の総会でのリスク要因を負う、というのもポイントです。そこにご留意いただくことが大事かと思ひます。機関投資家の判断では、取締役の選任をどうするかというところに焦点が絞られてきているのが現状です。

2007年の機関投資家動向

次のセクションでは、2007年の機関投資家の動向に関するお話しをいたします。大手の機関投資家の買収防衛策に対する判断ですが、海外機関投資家ですと日本株の運用資産額上位500社のうち議決権を行使する投資家が287社あり、そのうち条件付き賛成が237社、原則反対が46社、原則賛成は4社あります。国内機関投資家でも、上位100社のうち行使をするのが94社で、このうち原則反対、全くだめというところが6社あります。条件付き賛成が83社で、説明によって賛成を確保できる、ご理解いただけるといふ機関投資家も多いのですが、その条件がかなり厳しくなっているという印象があります。原則賛成は5社です。

では今年、実際に機関投資家がどのような点を見てくるかといふと、第一には昨年までに導入済の企業の株価、業績、経営パフォーマンス等のトラッキングレコードです。重要なのは、株価も見られているということです。買収防衛策の内容は非常にしっかり作られていて、説明もしっかりしているにもかかわらず、株価の面で判断されて反対されたといふ例は昨年多く見られました。

昨年は会社法導入も同時にあつて、いろいろなものを一斉に見なければいけないといふことで、機関投資家側も体制整備に若干の遅れがあつたといふことです。今年、防衛策の導入が増えた場合、去年と同じようにあまり見ないだろうといふお声も発行企業側からは上がりそうですが、そうではなく逆に厳しい体制で、エキスパートを雇つて精査しようとしているのが現状です。繰り返しになりますが、海外の機関投資家は厳しい、国内の機関

投資家は厳しくない、という見方は全く誤りです。国内の機関投資家もそうとう勉強していて、むしろ海外の機関投資家よりも厳しい判断をするところも増えています。ぜひご留意いただきたいところです。

もう一つは、今年から開示義務が課せられますから、買収防衛策に関して全く書かないという企業はないと思います。招集通知等は昨年にも増してしっかり読まれるようになると思います。また、委員会のメンバーの独立性チェックはかなり厳しくなっています。昨年は精査する時間的な余裕がないため、委員会メンバーが未定でも設置予定であれば賛成した投資家がありましたが、今年は個々のメンバーの独立性を精査する予定の投資家もあると聞いております。

その他の環境変化

最後のセクションは、買収防衛策関連以外、その他の環境変化についてです。昨今、問題になっているのが議案が否決されるリスクです。昨年は13社で株主総会の議案が否決されました。議案の内容としては、第一に定款一部変更が否決となった4社で、これは剰余金配当の取締役会授権（3社）と自己株式取得の取締役会授権（1社）。それまでは株主総会で決定していた事項を取締役会決議に下ろすことには反対する機関投資家も多く、否決されたということです。最近ではこのような機関投資家が増えており、買収防衛策の導入のみならず、株主総会ではなくて取締役会で何かを決定できるようにするというものに関しては敏感に反応するようになっていきます。会社法で可能になった剰余金の取締役会決議については、「株主総会によらず」という文言を入れていて否決された企業が2社ありました。また、株主提案権の排除はなかったものの、反対された事例も1社ありました。

ストックオプションについても厳しく見る投資家があり、2社で議案が否決されています。世界的に見ても、アメリカでは短期的なインセンティブとして働くようなストックオプションは株主価値を毀損するとして、機関投資家がストックオプションのスキームに厳しい目を向けてきています。短期的なインセンティブというのは、例えばストックオプションをもらってすぐに権利行使ができるというものです。取締役等以外の者への付与に関しては特別決議になる場合が多く、そういう点でストックオプションの否決リスクは潜在的に高いのです。

取締役選任が否決された2社は、個別の特殊事情によるものですので、割愛させていただきます。

続いて、総会日前に議案を撤回した事例4社です。これは重要です。議案撤回というのは昨年新しい方法として利用されたものですが、これは実質的には否決であると我々は見えています。授權枠拡大、剰余金配当の取締役会授權、ストックオプション、退職慰労金贈呈が、それぞれ1社で否決されています。授權枠に関しては、先ほど申し上げましたように、今年も引き続き厳しいと見えています。剰余金配当の事例については、株主提案権の排除が付けられていました。総会担当の皆様にとっては厳しいのが退職慰労金贈呈ではないでしょうか。これは贈呈の対象に社外監査役が含まれていたため反対されたものです。「社外」と付く役員に対する退職慰労金は、以前からたいへん厳しい判断がなされることはご存じのとおりです。ストックオプションも、社外役員への付与について厳しく定める年金基金が幾つかあります。あとは定足数未達という会社が1社ありましたが、これも特殊なケースですので割愛させていただきます。

ではなぜ否決されたのかをお話しすることが重要かと思えます。公開情報データに基づいて、否決された企業6社の株主構成の平均を算出したところ、信託勘定20.3%、外国人34.1%、個人25.6%、事業法人4.8%、証券会社1.2%、その他金融機関14.1%、という構成になりました。信託勘定は公開されている大株主上位10社の中で信託勘定、いわゆる日本のカस्टディアンの名義がどの位かを見ただけであって、おそらく11番目以降にも信託勘定は含まれていますから、この数値よりも比率は大きい可能性があります。この数字を見ると、機関投資家比率が高い企業は非常に厳しい状況になってきたというのがポイントです。株主名簿をチェックしていただいて、どれ位の信託勘定があつて、機関投資家比率というものを算定しながらリスク管理をされたほうがよろしいと思えます。否決された企業では、信託勘定と外国人を合わせた機関投資家比率が、平均で54.4%あったという事実があります。

もう1点、お話ししなければならないのは、東京鋼鐵の臨時株主総会をめぐる、いちごアセットの委任状勧誘の件です。日本経済新聞の報道では、賛成が8663票、反対が6525票という数字が出ており、これに基づいて東京鋼鐵の議決権行使率が何パーセントだったのかを推計したところ、87.4%という数字になりました。行使個数のうちの反対比率は42.96%です。大株主もいる会社において、42.96%の反対票が集まったのは前代未聞だと思います。いちごアセットは事前に32.9%の議決権を確保したという報道が出ていました。実際ふたを開けると、新聞報道が正しければ10%増えたわけです。これはどういうことかと言いますと、個人株主が今までと違う動向に動いてきているという状況を、しっかりと

把握すべき時代に入っているということです。

議決権行使率は、これからは最も重要なキーワードになると思います。というのは、行使率が高ければ高いほど、否決リスクもその分バーが高くなります。行使率が下がれば下がるほど、否決リスクは高くなります。

いちごアセットが使用した委任状がホームページで公開されていますが、これを見ると彼らがしっかりとした専門家を使って準備をしたのだと思います。これは、買収者による日本での委任状合戦が簡潔に展開できる。その方法論が世の中に広まっているのだとご理解いただいたほうがよいと思います。今まで委任状というのはわかりにくいものだったのですが、いちごアセットの場合は株主にとって理解しやすい書類になっていたようです。委任状合戦も、内閣府令や委任状勧誘原則はあるものの、実際はやりにくいということが一般的に言われていましたが、個人投資家にもわかりやすい制度が確立されたことは、留意すべき点ではないかと思います。企業側にとっては、一つリスクであると言えるでしょう。こういうものをやると個人株主も注目して、同調して議決権行使をするという流れになってきている。非常にリスクが高い状況になっていることを、ぜひともご理解いただきたいのです。

個人株主に関しては、日本の制度は実質株主名簿を持っています。アメリカの場合は株主名簿を見ても誰が持っているのかというのは半数がわからないのが現状です。証券会社の名前で出ていたりします。日本の場合は必ず個人の名前は出ます。そして議決権をお持ちの方は、必ず招集通知を入手できます。これは世界的に見ても日本だけの有効な制度です。また日本の場合は、合理的な株主提案が出た場合は、企業の負担の下に招集通知に盛り込まれて、個人の株主全員に配られるということで、ある意味では極めて開かれた仕組みになっています。個人株主の意思を問いやすい、世界に冠たる制度です。

今、アメリカで実質株主を判明したり、実質株主を法的に開示しろという話が出ているのは、日本と違って個人株主の名前が出てこないからです。またイギリスでは個人株主の名前が全て出ないために、個人株主の一人ひとりに招集通知が行き渡らないという状況になっています。イギリスの場合は、これも怖い話ですが、企業側が株主を調べる権利を持つと同時に、調べた実質株主は全部公開しなければならないことになっています。これは買収側も見ることができるのです。

日本には個人株主にとっての議決権がしっかりと手当てされている制度があり、個人株主との対話がますます重要になってくる時代が、いよいよ到来しようとしているのです。

最後になりますが、このような状況において、企業買収防衛策に関する社内と社外の体制が「PA」「LA」「FA」という「3つのA」として整備されつつあります。PAはProxy Advisorです。買収者が買収する企業に向いて、株主名簿の閲覧を要求するような時代は去りつつあります。彼らは自分で勝手に調べるのです。買収者側もPAを雇って実質株主を調べさせるという時代が、すでに到来しています。株主名簿を見なくても、実質株主の大株主は誰かというのを調査する手法も確立してきています。LAはLegal Advisorですから、弁護士事務所ということになります。法的な面をチェックしたり、いろいろな買収防衛策のスキームも作成する専門の方々が増えてきています。FAはFinancial Advisorです。

企業側は、社内、社外のスタッフを使って調査を繰り返しながら、当社はどれくらい買収されやすいかをチェックしている状況、環境であるということをご理解いただきたいのです。特にProxy Advisorと株式法務、経営企画のご担当者は密に連絡をとって、どういうリスクがあるのか、どういう投資家がいるのか、というのを常に把握していただかなければと思います。買収者は勝手に調べているのですから。

駆け足になりましたが、これで私の話は終了させていただきます。本当は皆様からご指導をいただかなければならない立場の私ですが、高いところからたいへん失礼を申しあげました。どうもありがとうございました。